

深耕存量挖增量，拓数字产品驶向新赛道

2022 年 08 月 11 日

➤ **三人行 1H22 业绩符合我们预期。**2022 年 8 月 10 日，三人行发布 2022 年半年度报告：公司 1H22 收入 20.3 亿元，同比增长 44.9%；归母净利润 2.2 亿元，同比增长 29.5%。单季度看，2Q22 实现收入 11.4 亿元，同比增长 35.5%，环比增长 27.2%；实现归母净利润 1.6 亿元，同比增长 37.2%，环比增长 159.4%。符合我们预期。

➤ **持续开拓汽车营销市场，获取增量大客户。**上半年公司加大在数字营销侧的布局力度，在深度挖潜原有消费品、电信运营商、金融等行业头部存量客户的同时，亦在开拓汽车行业整合营销业务的发展战略。目前公司已为东风本田、一汽丰田、东风风神、通用别克提供专业的整合营销服务，进一步强化了公司的客户服务能力及收入规模。根据 QuestMobile 统计，2021 年我国燃油汽车与新能源汽车广告费用占全国汽车广告费用比重分别为 80%/20%。根据前瞻产业研究院统计，2021 年我国汽车销量 TOP10 企业合计销售 2262 万辆，占全国汽车总销量 86.1%，较上年同期下降 1.8pct。我们认为随着汽车行业品牌竞争日益激烈，各厂商未来有望加大在品牌营销侧的投入，三人行作为国内领先数字营销公司，有望在竞争日益激烈的汽车品牌营销市场中充分受益。

➤ **把握新机遇，推动数字创意交易平台。**2022 年 5 月 22 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进实施国家文化数字化战略的意见》，提出到“十四五”时期末，基本建成文化数字化基础设施和服务平台，形成线上线下融合互动、立体覆盖的文化服务供给体系。公司已与国内领先的虚拟人技术公司魔珐科技合作，已成功打造公司自己的虚拟数字人资产，并与客户共同探索落地更丰富的应用场景。

➤ **股权激励彰显未来成长信心。**2022 年 4 月 15 日，公司发布股权激励计划，考核目标为 22 年-24 年净利润分别不低于 7.3/10.0/13.0 亿元，分别至少同比增长 43.1%/37.0%/30.0%。我们认为公司在消费行业营销经验丰富，且新增车企大客户有望贡献更大体量收入，“重量级”客户持续拓展保证了公司业绩兑现确定性。公司曾于 2020 年 10 月首次推出股权激励计划，考核目标为 20 年-22 年净利润分别不低于 3.5/5.0/7.0 亿元。2021 年公司业绩已达成条件，第二轮股权激励计划上调业绩目标彰显公司长期快速成长信心。

➤ **投资建议：**我们看好公司多年来形成丰富的线上线下营销经验及客户资源，考虑公司对于汽车营销客户仍处于拓展阶段，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.36/10.75/13.68 亿元，当前股价对应 2022-2024 年 P/E 分别为 15/10/8x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**新客户拓展不及预期；市场竞争加剧；广告行业下行风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3571	5303	7399	9255
增长率 (%)	27.2	48.5	39.5	25.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	505	736	1075	1368
增长率 (%)	39.2	45.8	45.9	27.3
每股收益 (元)	4.98	7.26	10.60	13.49
PE	22	15	10	8
PB	5.4	4.3	3.3	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 10 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

107.81 元



分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 谢致远

执业证书：S0100122060027

邮箱：xiezhizhuan@mszq.com

相关研究

1.三人行 (605168.SH) 2022 年半年度业绩快报点评：业绩快速增长，增量客户构筑成长“护城河” -2022/07/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3571	5303	7399	9255
营业成本	2816	4167	5819	7271
营业税金及附加	7	11	15	19
销售费用	148	210	256	320
管理费用	63	93	108	117
研发费用	31	41	57	71
EBIT	535	833	1217	1547
财务费用	-6	-6	-7	-11
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	8	11	13
营业利润	581	846	1235	1571
营业外收支	-2	-1	-1	-1
利润总额	580	845	1233	1570
所得税	75	109	159	202
净利润	505	736	1075	1368
归属于母公司净利润	505	736	1075	1368
EBITDA	556	860	1245	1575

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	780	895	1184	1816
应收账款及票据	1454	2080	2851	3316
预付款项	116	123	171	214
存货	8	20	19	30
其他流动资产	78	335	569	831
流动资产合计	2436	3453	4794	6206
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4	4	4	3
无形资产	2	2	4	6
非流动资产合计	773	774	775	777
资产合计	3210	4227	5570	6983
短期借款	100	100	100	100
应付账款及票据	923	1361	1827	2156
其他流动负债	166	218	298	369
流动负债合计	1188	1678	2225	2625
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	14	14	14	14
负债合计	1202	1692	2239	2640
股本	70	101	101	101
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2007	2534	3330	4344
负债和股东权益合计	3210	4227	5570	6983

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	27.18	48.51	39.52	25.08
EBIT 增长率	29.88	55.65	46.11	27.14
净利润增长率	39.18	45.81	45.93	27.31
盈利能力 (%)				
毛利率	21.15	21.42	21.36	21.43
净利率	14.14	13.88	14.52	14.78
总资产收益率 ROA	15.73	17.42	19.29	19.59
净资产收益率 ROE	25.16	29.05	32.26	31.49
偿债能力				
流动比率	2.05	2.06	2.15	2.36
速动比率	1.93	1.96	2.06	2.26
现金比率	0.66	0.53	0.53	0.69
资产负债率 (%)	37.46	40.04	40.21	37.80
经营效率				
应收账款周转天数	119.72	119.72	119.72	119.72
存货周转天数	1.01	1.21	1.21	1.21
总资产周转率	1.27	1.43	1.51	1.47
每股指标 (元)				
每股收益	4.98	7.26	10.60	13.49
每股净资产	19.79	24.99	32.84	42.84
每股经营现金流	2.91	5.43	7.86	12.01
每股股利	2.98	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	22	15	10	8
PB	5.4	4.3	3.3	2.5
EV/EBITDA	18.48	11.81	7.93	5.86
股息收益率 (%)	2.77	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	505	736	1075	1368
折旧和摊销	21	27	28	28
营运资金变动	-204	-211	-301	-170
经营活动现金流	295	550	797	1218
资本开支	-153	-29	-31	-31
投资	-326	-200	-205	-210
投资活动现金流	-473	-222	-225	-228
股权募资	0	0	0	0
债务募资	76	0	0	0
筹资活动现金流	-155	-213	-283	-359
现金净流量	-333	116	289	632

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026